业绩超预期，品牌势能持续释放

——山西汾酒 2020 年半年报点评

公司点评

● 业绩超预期，提价效应初现

2020H1 营收 69 亿(+7.80%),归母净利润为 16.05 亿(+33.05%),其中 2020Q2 营收同增 18%至 27.60 亿（Q1 同增 1.7%），归母净利润同增 16%至 3.80 亿（Q1 同增 39%），2020Q2 收入呈现加速增长态势，业绩超预期。2020H1 毛利率为 71.70%（+0.24pct），其中 2020Q2 毛利率为 70.92%（+0.32pct），系产品结构持续优化等所致。2020H1 净利率为 23.42%(+3.58pct),其中 2020Q2 净利率为 13.81%（-0.07pct），系疫情影响下费用投放减少（Q2 销售费用率下降 4.83pct、税金及附加增加 2.91pct)等所致; 2020H1 合同负债期末为 21.44 亿，环比下降 6.96 亿，同比增加 6.63 亿。2020H1 经营性现金流净额为 12.25 亿（-27.23%），其中 2020Q2 为 10.99 亿，同增 19.13 亿。

● 青花系列恢复高增长，省外已恢复两位数增长

分产品来看，2020H1 汾酒系列营收同增 11%至 62.67 亿，占比近 91%，预计上半年青花同增 30%以上、巴拿马同增 20%以上、玻汾同增 10%以上；系列酒营收 2.98 亿（-38%），系公司整顿系列酒所致；配制酒营收 2.71 亿（+35%），其中竹叶青 2020H1 收入同增 30%以上，打造“健康国酒”新品类。分区域来看，2020H1 省内外营收比重 46:54，省内营收下滑 0.5%至 31.32 亿（Q2 同增 7%），系老白汾消费场景受限所致；省外营收同增 17%至 37.04 亿（Q2 同增 29%），其中公司重点布局的长三角、珠三角核心市场已实现大幅增长。

● “一控三提”总览全局，品牌势能持续释放

产品端，按照“一控三提”方针，坚持“抓两头、带中间”产品策略，实现青花系列与腰部产品突破、玻汾稳中有升，中高端产品占比提升。区域端，按照“1357”市场布局策略，“1+3 板块”市场略有增长，适度加大“5 小板块”市场拓展力度，确保 7 个机会型市场拓展速度。省外市场选取 10 个销售额突破 5000 万地级市，设立直属管理区，建立“31 个省区+10 个直属管理区”区域营销组织构架。我们看好品牌驱动下深度全国化和玻汾抢占低档盒装酒份额的基本逻辑，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.87/3.41/4.09 元，当前股价对应 PE 分别为 62/52/44 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情拖累白酒消费；国家政策对白酒调整；省外扩张不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,382	11,880	13,973	16,331	18,935
增长率(%)	55.4	26.6	17.6	16.9	15.9
净利润(百万元)	1,467	1,939	2,497	2,973	3,563
增长率(%)	55.4	32.2	28.8	19.0	19.9
毛利率(%)	66.2	71.9	72.0	72.1	72.1
净利率(%)	15.6	16.3	17.9	18.2	18.8
ROE(%)	24.1	26.9	27.9	26.2	24.9
EPS(摊薄/元)	1.68	2.22	2.87	3.41	4.09
P/E(倍)	105.6	79.9	62.1	52.1	43.5
P/B(倍)	24.9	20.8	16.9	13.4	10.7

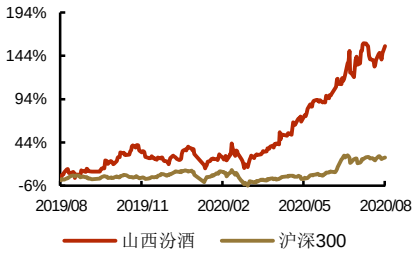
强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

王言海（联系人）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280118100002

市场数据	时间 2020.08.24
收盘价(元):	177.79
一年最低/最高(元):	68.0/183.6
总股本(亿股):	8.72
总市值(亿元):	1,549.49
流通股本(亿股):	8.66
流通市值(亿元):	1,539.39
近 3 月换手率:	39.28%

股价一年走势



相关报告

《品牌驱动下自我加压，全国化深度扩张进行时》2020-04-27

《业绩持续高增，短期疫情冲击不改加速“全国化”趋势》2020-02-06

《业绩增长超预期，渠道端优选稀缺品牌》2019-10-27

《“抓两头”顺势而为，省外高增，彰显汾酒品牌张力》2019-08-27

《省内基础稳固，省外拓展加速，未来成长空间可期》2018-08-29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9016**	**12642**	**13615**	**16288**	**16685**
现金	1296	3964	5447	5947	6589
应收票据及应收账款合计	3706	6	22	8	26
其他应收款	35	35	66	46	83
预付账款	104	130	207	146	285
存货	3156	5258	4623	6891	6452
其他流动资产	719	3250	3250	3250	3250
非流动资产	**2813**	**3425**	**4017**	**4589**	**5101**
长期投资	4	0	-4	-8	-12
固定资产	1599	1620	2189	2741	3237
无形资产	223	313	319	328	340
其他非流动资产	987	1491	1512	1528	1536
资产总计	**11829**	**16068**	**17631**	**20876**	**21786**
流动负债	**5309**	**8389**	**8086**	**8783**	**6554**
短期借款	0	0	2817	1975	0
应付票据及应付账款合计	1344	2727	0	0	0
其他流动负债	3966	5661	5269	6808	6554
非流动负债	**38**	**55**	**55**	**55**	**55**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	55	55	55	55
负债合计	**5347**	**8443**	**8140**	**8838**	**6608**
少数股东权益	267	178	332	516	736
股本	866	872	872	872	872
资本公积	282	132	132	132	132
留存收益	5005	6476	7956	9758	11916
归属母公司股东权益	6214	7447	9160	11522	14442
负债和股东权益	**11829**	**16068**	**17631**	**20876**	**21786**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	1144	**1296**	**1131**	**1795**	**1550**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**966**	**3077**	**187**	**2750**	**3952**
净利润	1560	2054	2651	3157	3782
折旧摊销	149	142	134	179	225
财务费用	-27	-103	-14	18	-83
投资损失	-1	98	24	30	38
营运资金变动	-481	1175	-2608	-634	-9
其他经营现金流	-234	-289	-0	-0	-0
投资活动现金流	**-361**	**28**	**-749**	**-781**	**-775**
资本支出	75	161	596	576	517
长期投资	-310	71	4	4	4
其他投资现金流	-596	260	-150	-201	-254
筹资活动现金流	**-776**	**-847**	**-770**	**-629**	**-560**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	0	0	0
资本公积增加	40	-150	0	0	0
其他筹资现金流	-816	-702	-770	-629	-560
现金净增加额	**-171**	**2258**	**-1333**	**1341**	**2617**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**9382**	**11880**	**13973**	**16331**	**18935**
营业成本	3170	3336	3917	4564	5290
营业税金及附加	1796	2253	2641	3070	3541
营业费用	1627	2581	2725	3119	3598
管理费用	628	855	992	1143	1307
研发费用	12	22	19	25	29
财务费用	-27	-103	-14	18	-83
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	0	1	1	1
投资净收益	1	-98	-24	-30	-38
营业利润	**2177**	**2843**	**3670**	**4362**	**5218**
营业外收入	1	3	5	5	3
营业外支出	4	1	8	6	5
利润总额	**2174**	**2845**	**3667**	**4360**	**5217**
所得税	615	792	1016	1203	1435
净利润	**1560**	**2054**	**2651**	**3157**	**3782**
少数股东损益	93	115	154	184	220
归属母公司净利润	**1467**	**1939**	**2497**	**2973**	**3563**
EBITDA	2285	2868	3745	4514	5313
EPS（元）	1.68	2.22	2.87	3.41	4.09

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	55.4	26.6	17.6	16.9	15.9
营业利润(%)	57.2	30.6	29.1	18.9	19.6
归属于母公司净利润(%)	55.4	32.2	28.8	19.0	19.9
获利能力					
毛利率(%)	66.2	71.9	72.0	72.1	72.1
净利率(%)	15.6	16.3	17.9	18.2	18.8
ROE(%)	24.1	26.9	27.9	26.2	24.9
ROIC(%)	31.6	58.2	40.6	42.1	47.5
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	52.5	46.2	42.3	30.3
净负债比率(%)	-19.5	-51.5	-27.3	-32.7	-43.2
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.9	2.5
速动比率	0.9	0.5	0.7	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	3.2	6.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.4	1.6	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.22	2.87	3.41	4.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	4.65	0.21	3.16	4.53
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.54	10.51	13.22	16.57
估值比率					
P/E	105.6	79.9	62.1	52.1	43.5
P/B	24.9	20.8	16.9	13.4	10.7
EV/EBITDA	67.4	52.7	40.8	33.6	28.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/